

Les effets des regroupements dans le secteur bancaire sur l'allocation du capital de risque et la liquidité des marchés*

Chris D'Souza et Alexandra Lai

Jusqu'à récemment, la réglementation en vigueur au Canada et aux États-Unis empêchait les institutions financières opérant dans une branche du secteur des services financiers d'étendre la gamme de leurs activités à d'autres branches. La déréglementation leur a toutefois permis d'offrir un éventail élargi de services financiers, notamment dans le domaine bancaire, de l'assurance et des valeurs mobilières¹. Parallèlement, elle a intensifié la concurrence, incitant les institutions à chercher de nouveaux champs d'activité qui soient rentables. Certaines ont estimé avantageux de se regrouper afin d'accroître leur rendement par le biais d'économies de gamme ou d'échelle. L'incidence des regroupements sur la liquidité des marchés de titres d'État et de devises intéresse directement les décideurs publics. Le maintien de la liquidité et du bon fonctionnement de ces marchés est en effet important pour les gouvernements et les banques centrales, qui

1. Avant les réformes de 1987 et 1992, la *Loi sur les banques* et la législation provinciale répartissaient les institutions financières au Canada en cinq grands groupes : les banques, les sociétés de prêt ou de fiducie, les organismes de crédit coopératif, les compagnies d'assurance et les courtiers en valeurs mobilières. Aux États-Unis, la loi Glass-Steagall de 1933 visait à établir une cloison étanche entre les activités de banque commerciale et de banque d'investissement, de sorte qu'il était difficile aux banques et aux maisons de courtage de s'engager, directement ou indirectement, dans la sphère d'activité réservée à l'autre groupe.

* Pour consulter la version intégrale de l'étude (publiée en anglais seulement), voir le document de travail n° 2002-5 de la Banque du Canada, qui est accessible dans le site Web de l'institution.

ont besoin de marchés bien rodés pour mettre en œuvre efficacement les politiques budgétaire et monétaire. Au Canada, les autorités s'inquiètent de la diminution du nombre de courtiers tant sur le marché des titres à revenu fixe du gouvernement canadien que sur le marché des changes et craignent que de nouvelles fusions d'institutions financières ne rendent ces marchés moins liquides.

Notre analyse de l'incidence des regroupements dans le secteur financier passe par l'étude de leurs répercussions sur la capacité des teneurs de marché (ou des courtiers) à prendre des risques sur les marchés de contrepartie. Nous avons ainsi été amenés à faire le lien entre deux domaines de recherche jusqu'ici distincts : la microstructure des marchés et la gestion du risque. Le premier domaine porte sur l'influence que les opérateurs et le mécanisme de négociation exercent sur la détermination du prix et la liquidité du marché, et le second concerne la façon dont les entreprises traitent le rendement et le risque lors d'une opération particulière. Notre analyse permet d'établir les effets d'une fusion sur les décisions d'allocation de capital de l'entité issue du regroupement, ainsi que le changement qui en résulte dans le comportement des courtiers.

Une gestion efficace du risque favorise tant la stabilité des diverses institutions financières que celle du secteur, en protégeant ces dernières contre les risques de marché, de crédit et de liquidité ainsi que contre les risques opérationnel et juridique. Cette protection est assurée principalement grâce au maintien d'un niveau approprié de capital de risque (ou de capital économique) par chaque institution. Le processus de gestion du risque consiste notamment à estimer la contribution de chaque unité d'exploitation, ou division, au risque total de l'institution et, partant, au montant des fonds propres à maintenir à l'échelle de celle-ci. Les fonds propres de l'entreprise sont ensuite « répartis » entre les divisions. Étant donné que les décisions d'investissement et de prise de risque sont arrêtées au niveau de la division, les corrélations entre les portefeuilles détenus par les diverses divisions constituent pour ces dernières des externalités, qui rendent nécessaire un mécanisme centralisé de gestion du risque. Par conséquent, une allocation optimale du capital incite les responsables de division à adopter un comportement approprié en matière de risque en les obligeant à tenir compte des externalités que leur division impose au reste de l'entreprise.

Au moyen d'un modèle dans lequel une institution financière répartit le capital de risque entre ses secteurs d'activité de façon à respecter la norme de fonds propres s'appliquant à l'ensemble de l'institution, nous montrons que l'allocation optimale du capital est une fonction linéaire des risques pris par chaque division — ces derniers étant mesurés par la variance du flux de trésorerie produit par la division — et qu'elle dépend des corrélations entre

les flux de trésorerie de toutes les divisions. On peut en outre démontrer que l'allocation du capital influe sur l'aversion pour le risque des responsables de division et des négociateurs. Ce résultat clé établit une relation entre la gestion du risque par la banque et le comportement de ses teneurs de marché sur les marchés d'actifs. La capacité de risque d'un marché de contrepartie dépend du nombre de teneurs de marché qui y sont actifs ainsi que de l'aversion de chacun pour le risque. Étant donné que la liquidité d'un marché de contrepartie est déterminée par le niveau de risque inhérent au marché et par sa capacité de risque, l'allocation du capital se répercute sur la liquidité du marché en influant sur l'aversion pour le risque des teneurs de marché.

La liquidité du marché dépend en partie de la structure de ce dernier. Par exemple, la plupart des marchés de devises et d'obligations d'État se caractérisent par une concurrence sur les prix entre de nombreux courtiers (on dit de ces marchés qu'ils sont dirigés par les prix) et par des opérations entre courtiers plutôt que par une concurrence à la Cournot (marchés dirigés par les ordres); ce sont les opérations des courtiers avec le public et entre eux qui assurent dans une large mesure la liquidité des marchés de ce genre, appelés « marchés de contrepartie ». Le modèle de marché de contrepartie que nous élaborons s'apparente au cadre de Vogler (1997). Il autorise cependant une certaine hétérogénéité dans la capacité des différents courtiers à assumer des risques. De façon générale, la liquidité du marché, exprimée par l'écart entre les cours acheteur et vendeur, dépend de l'aversion pour le risque de tous les courtiers actifs sur le marché. Celui qui a la plus faible aversion pour le risque (ou la plus grande capacité de risque) peut offrir le meilleur prix et reçoit les ordres du public. C'est le prix auquel les ordres des clients sont exécutés; il est fonction inverse de l'aversion pour le risque du courtier le plus porté à prendre des risques, toutes choses égales par ailleurs.

À l'aide de ce modèle, nous examinons l'incidence des regroupements dans le secteur financier sur la liquidité du marché. Nous faisons l'hypothèse que, lorsque deux banques fusionnent, l'entité ainsi créée compte un plus grand nombre de secteurs d'activité, ou divisions. De toute évidence, la fusion a des retombées sur le niveau du capital de risque attribué à l'activité de tenue de marché. Nous constatons que le regroupement a un effet ambigu sur la liquidité du marché. Plus précisément, il se peut que cette dernière augmente après la fusion. Cela dépend de la corrélation entre les flux de trésorerie produits par les divisions de la banque issue de la fusion. Ce résultat est contraire aux conclusions d'autres chercheurs, selon lesquelles les regroupements entraînent obligatoirement une baisse de la liquidité du marché. Ces études ne tiennent compte que des répercussions d'une diminution du nombre de teneurs de marché sur le partage des risques, alors

que nous démontrons que l'incidence d'une fusion bancaire sur la liquidité est aussi très largement fonction de la capacité de risque des maisons de courtage appartenant aux banques avant et après la fusion.

Les Figures 1 à 4 montrent bien que la banque issue de la fusion est plus susceptible d'attribuer un montant supérieur de capital à la fonction de tenue de marché lorsqu'il existe une corrélation négative entre cette fonction et les nouvelles activités de la banque, d'où une diminution de l'aversion pour le risque de la maison de courtage appartenant à la banque en question. La liquidité du marché s'améliore (les écarts acheteur-vendeur rétrécissent) à la suite de la fusion si cette réduction de l'aversion pour le risque est suffisamment importante et que les courtiers sont nombreux à l'origine. Par conséquent, l'existence d'une corrélation négative entre la tenue de marché et les nouvelles activités de l'entité issue de la fusion laisse entrevoir la possibilité d'un accroissement de la liquidité du marché.

Une intensification de la prise de risque à la suite d'une fusion correspond à une réduction de l'aversion pour le risque du courtier, ou à une augmentation du capital attribué à la tenue de marché. Signalons que, lorsque le flux de trésorerie provenant de la tenue de marché présente une corrélation négative avec les flux produits par les autres divisions de la banque, $\rho < 0$, la prise de risque dans la tenue de marché augmente invariablement après la fusion; quand cette corrélation est positive, la prise de risque dans la tenue de marché diminue. La fusion n'a aucun effet uniquement dans le cas où la tenue de marché n'est pas corrélée avec les autres activités de la banque.

La Figure 4 montre que, lorsque la maison de courtage appartenant à la banque issue de la fusion voit diminuer son aversion pour le risque, le prix d'équilibre du marché (et l'écart acheteur-vendeur) peut être plus bas après la fusion si le nombre initial de courtiers, n , est suffisamment important. Dans ce cas-ci, la liquidité du marché s'améliore lorsque $n > 4$.

En conclusion, la fusion de deux institutions financières peut améliorer la liquidité d'un marché de contrepartie, même si celui-ci est très concentré, si la banque nouvellement créée augmente le capital attribué à la fonction de tenue de marché et accroît ainsi la capacité de risque du marché. La concrétisation de cet effet dépend de l'importance des économies de gamme entre l'activité de tenue de marché et les autres activités de la nouvelle banque. D'après nos résultats, les décideurs et les organismes de réglementation saisis d'un projet de fusion bancaire devraient examiner les corrélations qui existent entre les flux de trésorerie dégagés par les différentes divisions des institutions concernées.

Figure 1
Prise de risque dans la tenue de marché, $\rho = 0,5$

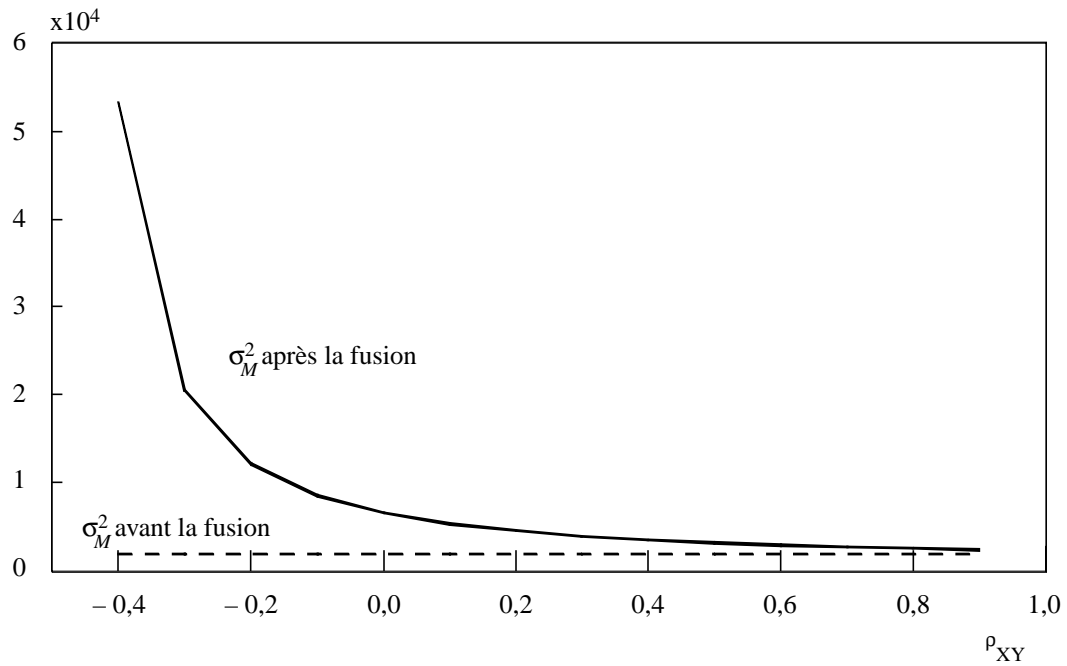


Figure 2
Prise de risque dans la tenue de marché, $\rho = 0$

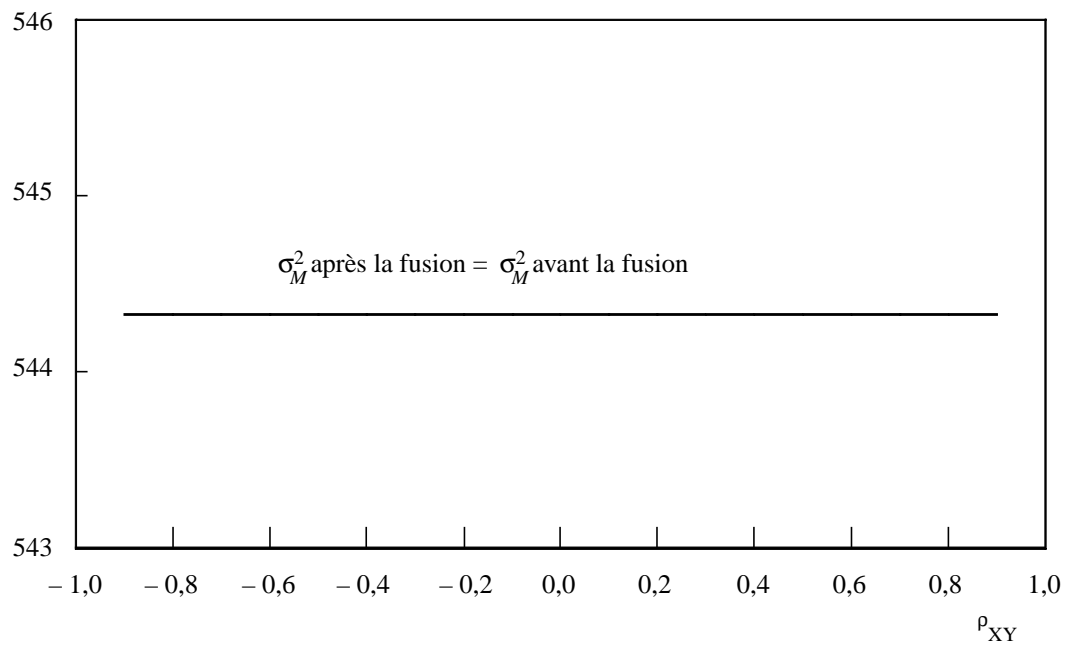


Figure 3
Prise de risque dans la tenue de marché, $\rho = 0,5$

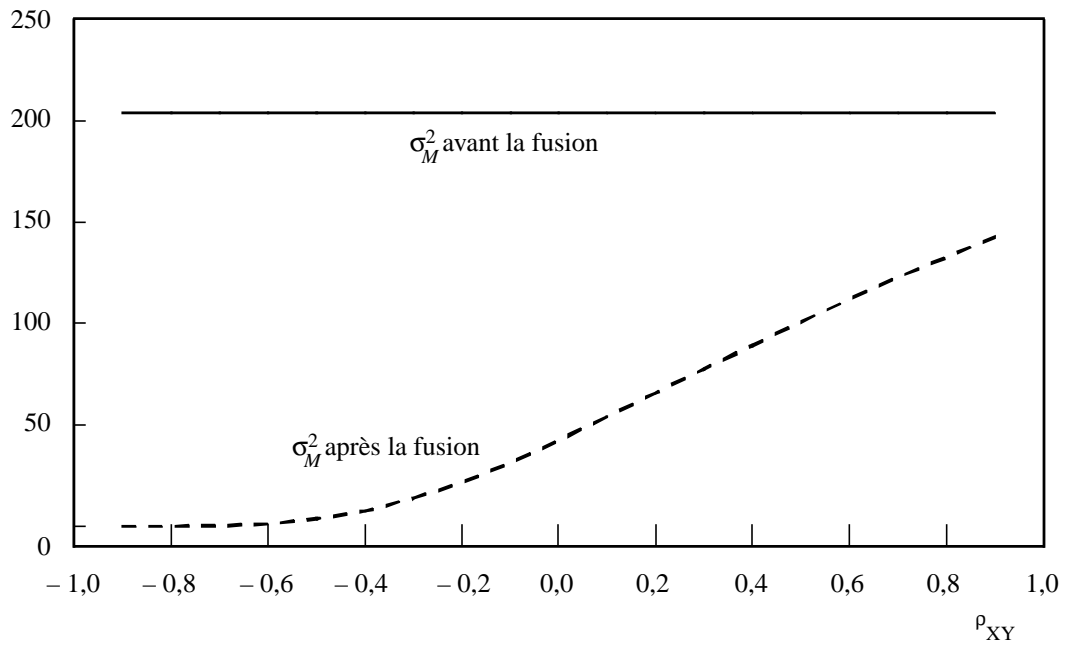
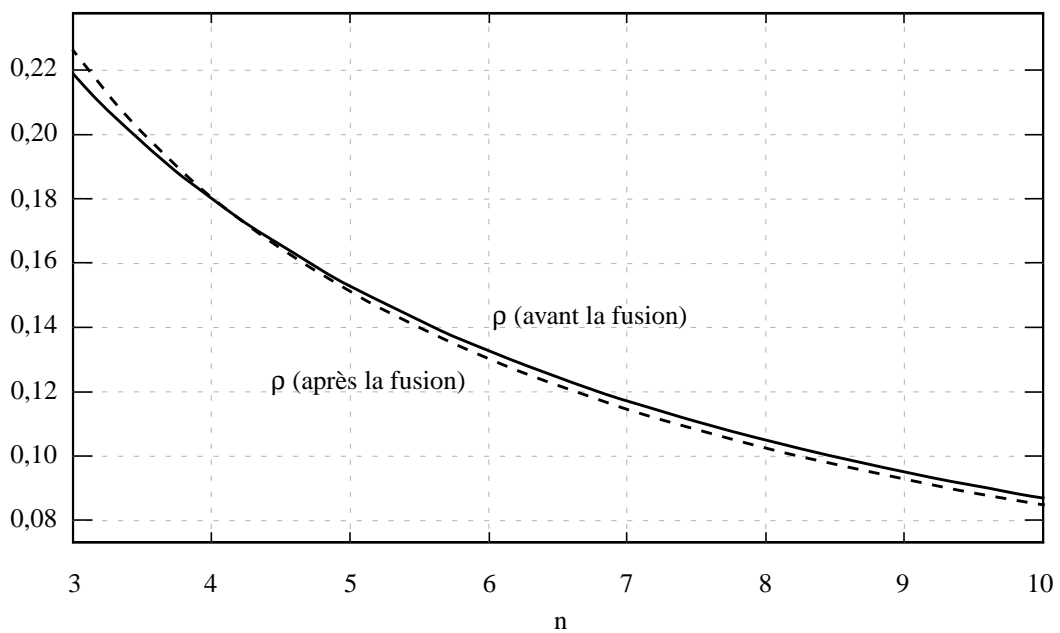


Figure 4
Prix (écart) d'équilibre dans un marché public, $\delta = 0,4$



Bibliographie

Vogler, K.-H. (1997). « Risk Allocation and Inter-Dealer Trading », *European Economic Review*, vol. 41, n° 8, p. 1615-1634.